

# Die sichere Geldanlage – ein Mythos

*Entzauberung der sprachlichen und rechtlichen Besserstellung von Geldwerten*

von Mag. Dipl.-Ing. Dr. Martin Manninger

"Die Österreicher bevorzugen bei der Geldanlage das sichere Sparbuch." Schlagzeilen dieser Art kann man noch immer lesen, obwohl darunter oft der Hinweis folgt, dass die unter der Inflationsrate (genauer wäre: Verbraucherpreisindexsteigerung) liegenden Renditen einen Kaufkraftverlust bedeuten. Plakativ formuliert ist das Sichere, das man erhält, also ein sicherer Verlust! Zwischen diesen Extrempositionen, dem sicheren Gewinn und dem sicheren Verlust, steht die Frage der zukünftigen Entwicklung der Kaufkraft der verwendeten Währung – und diese ist unsicher! Dies wird jedoch sowohl umgangssprachlich als auch in unserem Rechtssystem ignoriert, woraus ein breites Fehlverhalten entsteht.

## **Auf der Suche nach den Wurzeln des Irrtums**

Der Irrtum liegt vermutlich in einer Vermischung unterschiedlicher Funktionen des Geldes begründet. Geld fungiert nicht nur als Zahlungsmittel und als Wertaufbewahrungsmittel, sondern unter anderem auch als Recheneinheit. Wir rechnen derzeit in Euro, und vor einiger Zeit rechneten wir in Schilling. Dagegen ist nichts einzuwenden, solange man nicht der Rechengröße einen konstanten Wert zumisst. Genau das scheint aber geschehen zu sein. So wie man schon im 3. Jahrtausend v. Chr. erstmals die Elle genormt hat und mittlerweile ein Meter immer gleich lang ist, so wie eine Sekunde immer gleich lange dauert, nimmt man gefühlsmäßig auch an, dass ein Euro immer gleich viel wert ist. Der aufmerksame Konsument weiß zwar, dass das nicht stimmt, aber trotzdem sitzt dieser Gedanke im Kopf.

Dabei verhalten sich Geldeinheiten in der Realität eher wie die Äpfel, mit denen der Volksschüler das Rechnen erlernt: Äpfel schmecken frisch am besten, mit der Zeit nimmt ihr Wert ab, und irgendwann verfaulen sie ganz.

Es gab allerdings in der Geschichte immer wieder Perioden, in denen die Kaufkraft einer Währung über mehrere Jahrzehnte annähernd stabil blieb. Das eingesetzte Konservierungsmittel war zumeist der Edelmetallgehalt der Münzen, die als Geld im Umlauf waren.

Zum Teil lässt sich die empfundene Sicherheit auch mit den langen Zeitspannen erklären. In unserer Wahrnehmung ist eine Kapitalanlage sicher, wenn sie keine Verluste einbringt. Je kürzer nun der Beobachtungszeitraum ist, desto weniger wahrscheinlich sehen wir in diesem Zeitraum nennenswerte Verluste in einer Anlageklasse. Betrachtet man nur die Jahre 2003 bis 2007, ist fast jede Anlageklasse sicher im Sinne von verlustfrei. Nimmt man das Jahr 2008 dazu, fallen Aktien sowie Edelmetalle und andere Rohstoffe weg. Staatsanleihen und Sparbücher waren in der jüngeren Vergangenheit nur in Randzonen unseres Währungsraums unsicher (Griechenland, Zypern). Man muss bis ins Jahr 1924 zurückgehen, um zu sehen, dass Anleger in Österreich schon einmal mit Sparbüchern einen Totalverlust erlitten haben. Ob und wann dies wieder geschieht,

ist unsicher. Wir können uns nur nicht daran erinnern, dass ein solches Risiko zu unseren Lebzeiten schlagend geworden wäre. Würden wir in Simbabwe leben, wäre dies anders, denn dort konnte man 2006 bis 2009 den völligen Verfall einer Währung miterleben.

US-Amerikaner haben ihren Dollar überhaupt noch nie zerbrechen gesehen und sind daher besonders anfällig für die falsche Schlussfolgerung, dass dies daher auch künftig nie geschehen wird. Dem konnten sich auch die Begründer der modernen Portfoliotheorie, die Nobelpreisträger Markowitz und Tobin, nicht ganz entziehen. Nachdem Markowitz ausgehend vom Aktienmarkt bewies, dass breitere Streuung sogar unter Hinzunahme von an sich volatileren Kapitalanlagen die Gesamtvolatilität des Portfolios senken kann, und in einem Absatz sogar darauf hinwies, dass eine Portfolioanalyse „gemäß des effektiven Rückflusses (d. h. inflationsbereinigt)“ erstellt werden kann [1], folgte der entscheidende Schritt bei Tobin. Dieser führte eine (theoretische) sichere und trotzdem verzinsten Anlageform ein und berechnete optimale Portfolios als Kombinationen aus dieser sicheren Geldanlage und einem effizienten Wertpapierportfolio nach Markowitz. Beiden war bewusst, dass es die sichere Anlageform in der Realität nicht gibt – auch Tobin sprach lediglich von „free of default risk“ und erwähnte das Kaufkrafttrisiko [2] –, doch diese theoretische sichere Anlageform wurde in der Folge zu einem Eckpfeiler unseres Finanzsystems ausgebaut.

## **Folgen der fälschlich als sicher bezeichneten Geldanlage**

Ausgehend von der theoretischen Idee der sicheren Geldanlage wurden reale Anlageformen als sicher eingestuft: Bargeld, Sparbücher und Schuldtitel von Schuldner mit erstklassiger Bonität wie z. B. Staatsanleihen der Bundesrepublik Deutschland, je nach Ratingagentur auch jene der Republik Österreich. Die Anlagestrategie vieler Privatanleger und auch der meisten professionellen Portfoliomanager vertraut auf diese Einstufung und setzt daher zu großen Teilen auf solche „absolut sicheren“ Komponenten – oder auf die zweitsichersten nach derselben Beurteilungsmethode.

Gebräuchlich sind heute fünf- bis siebenstufige Klassifikationen für das Risiko von Kapitalanlagen. In den höheren Risikoklassen befinden sich diejenigen mit hohem Kursrisiko (hoher Volatilität) oder hohem Ausfallrisiko (schlechter Einstufung des Schuldners). In den unteren Stufen befinden sich diejenigen mit hohem Kaufkrafttrisiko. Dies ist auch von den Gesetzgebern so vorgesehen. In Österreich finden wir dazu Regelungen im Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 und im Investmentfondsgesetz. In ersterem wird zwar allgemein vorgeschrieben, dass ohne Einschränkung "die mit Finanzinstrumenten der betreffenden Art einhergehenden Risiken" beschrieben werden müssen; konkret genannt werden dann aber nur Hebelwirkung, Totalverlusttrisiko, Einschusspflichten und Volatilität. [3]

Demzufolge müssen Anleger heutzutage seitenlange Risikobelehrungen lesen und bestätigen, die letztlich doch unvollständig sind. Wenn man schon diesem Konzept der nachweislichen und umfassenden Risikoauflärung frönt, dann wäre der Vollständigkeit halber auch in jedem Sparbuch eine Belehrung über das Kaufkraft-

risiko (weniger präzise auch genannt Inflationsrisiko<sup>1</sup>) vonnöten und auf jedem Sparschwein dieser Hinweis aufzudrucken: „Das Aufbewahren von Bargeld kann Ihren Wohlstand gefährden!“

Interessanterweise war ein solcher Hinweis auf das Inflationsrisiko in der Prospektinhalt-Verordnung zum Investmentfondsgesetz vorgeschrieben, doch diese Verordnung wurde Mitte 2012 außer Kraft gesetzt. [4] Die neue Regelung nennt einzig die Volatilität als relevantes Risiko. [5] Gerade jetzt, wo durch die negativen Realzinsen das Kaufkraftisiko (Inflationsrisiko) schlagend wird, muss davor nicht mehr gewarnt werden?!

Ein zentrales Element in der Anlageberatung ist das Risikoprofil des Anlegers. Dieses ist grundsätzlich sinnvoll, aber seine vorgeschriebene Interpretation kann zu einem falschen Ergebnis führen. Kreuzt der Anleger die niedrigste Risikoneigung an, wird sein Portfolio hauptsächlich aus Spareinlagen und Staatsanleihen zusammengesetzt, was im ursprünglichen Sinn von Markowitz eine suboptimale Risikostreuung ergibt. Ein Privatanleger, der sein Gesamtportfoliorisiko minimieren möchte, wäre mit einem diversifizierten Portfolio besser beraten, sein Anlageberater muss ihm aber auf Basis der derzeitigen Regelungen alle Eier in den Euro-Korb legen. Er darf ihm dann weder eine Diversifikation über mehrere Anlageklassen empfehlen noch eine Diversifikation über mehrere Währungen.

Nebenbei hat die allgemeine Vernachlässigung des Kaufkraftrisikos auch Auswirkungen in anderen Bereichen der persönlichen Finanzen. Die KEST wird auf nominale Erträge erhoben statt auf den realen Wertzuwachs, was dazu führt, dass Sparer, die Kaufkraftverluste erleiden, dafür zusätzlich auch noch Steuer zahlen müssen, anstatt diese Verluste steuerlich absetzen zu können. Ein weiteres beliebtes Beispiel ist die kalte Progression in der Einkommensteuerbelastung. Wann wird die Politik endlich den Mut haben, auch in diesen Bereichen die Realität abzubilden und zumindest jährliche Indexanpassungen anzusetzen, so wie sie auch in der Sozialversicherung und bei diversen Gebühren wirksam sind?

## **Die umfassende Risikobeurteilung**

Obwohl in den Wirtschaftswissenschaften unterschiedliche Risikomaße definiert, diskutiert und verglichen wurden, hat sich die Volatilität auf breiter Front durchgesetzt. Ihr wesentlicher Vorteil ist, dass sie sich vergangenheitsbezogen objektiv berechnen lässt. Inwieweit diese Kennzahl als Prognose für die Zukunft taugt, variiert je nach Anlageklasse und Zeithorizont. Bei Aktien sind die Zyklen eher kurz, und eine Volatilitätsmessung über die letzten zwanzig Jahre bietet eine taugliche Aussage für die Prognose der nächsten zwanzig Jahre. Die Zeitspanne zwischen zwei Währungscrashes ist hingegen wesentlich länger, hier geht es in den Bereich von vielen Jahrzehnten. Somit sind auf dieser Basis keine tauglichen

---

<sup>1</sup> Mit dem Ausdruck Inflation bezeichnet man in der Geldtheorie das Ausweiten ("Aufblasen") der Geldmenge. Für den Konsumenten ist jedoch nicht relevant, wie stark die Geldmenge gestiegen ist, sondern wie stark die Verbraucherpreise gestiegen sind. In den letzten 30 Jahren ist die Geldmenge wesentlich stärker gestiegen als die Verbraucherpreise. Die Inflation ist beim Konsumenten (noch) nicht angekommen.

Prognosen auf zwanzig Jahre möglich, sondern bestenfalls auf hundert bis zweihundert Jahre – was den Anlagehorizont fast aller Anleger weit übersteigt.

Ingenieure berechnen Risiko nicht als Volatilität, sondern als Schadenshöhe mal Eintrittswahrscheinlichkeit. Mit diesem Ansatz kommen wir schon näher an das gewünschte Ziel heran, doch die Eintrittswahrscheinlichkeiten lassen sich nicht exakt berechnen, ja nicht einmal gut schätzen. Die zentrale Frage lautet folglich, ob für den Zweck der Kapitalanlagen ausreichend gute Schätzungen möglich sind. Nur dann spricht man nämlich von Risiko und kann die entsprechenden Konzepte und die dafür entwickelte Mathematik anwenden. Ohne Wahrscheinlichkeiten verlassen wir den Bereich des Risikos und betreten den Bereich der Ungewissheit.

Schon lange vor Markowitz stellte John Maynard Keynes fest, dass man für ökonomische Ereignisse keine Wahrscheinlichkeiten berechnen kann. Die ehemalige Portfoliomanagerin und nunmehrige Wirtschaftsprofessorin Ekaterina Svetlova zeigte ab 2011, dass die heute gängigen Risikomaße Volatilität, Beta, Sharpe Ratio, Value at Risk und auch die Korrelationskoeffizienten nur für ausgewählte Märkte funktionieren, und auch da nur über beschränkte Zeiträume. Zudem lenken sie zu viel Aufmerksamkeit auf die Kursrisiken, bei denen diese Risikomaße noch am ehesten funktionieren, und weg von den anderen Risikoarten. Svetlova sieht einen Kardinalfehler auf dem Weg zur Finanzkrise 2008 in der breiten Anwendung der für Risikosituationen entwickelten Mathematik auf die Finanzmärkte, in denen nicht Risiko, sondern Ungewissheit herrscht. [6], [7]

Eine umfassende Risikobeurteilung (eigentlich Ungewissheitsbeurteilung, aber wir bleiben hier beim populäreren Wort Risiko) darf daher nur ein Maß einsetzen, das sich für alle Risikoarten gleich gut eignet. Die Hauptrisiken der Kapitalanlage sind:

- Kursrisiko: Risiko der Preisveränderung einer Kapitalanlage.
- Kaufkraftrisiko (Inflationsrisiko): Risiko der Kaufkraftveränderung einer Währung.
- Ausfallrisiko (darunter auch Bonitätsrisiko, Emittentenrisiko, Kontrahentenrisiko und Insolvenzrisiko): Risiko des Ausfalls einer vereinbarten Leistung bzw. der Liquidierung eines Unternehmens.

Man erkennt, dass die ersten beiden einander ähnlich sind. In beiden Fällen geht es um den schwankenden Wert, einmal der Sache und einmal der Währung. In der Praxis ergeben sich Unterschiede dadurch, dass der Wert von Sachen typischerweise stärker schwankt, aber um einen fast gleichbleibenden Mittelwert, während der Wert von (ungedeckten) Währungen weniger stark schwankt, aber mit sinkender Tendenz. Dies ist jedoch schon wieder eine Bewertung, die wir gar nicht vornehmen wollen, weil sie sich nicht zuverlässig in Zahlen fassen lässt. Das Ausfallrisiko ist anders geartet. Hier geht es primär um die Frage, ob der Schuldner die vertraglich vereinbarte Zahlung oder sonstige Leistung erbringen wird oder nicht. Andere Risiken sind entweder unter den drei Hauptrisiken einordenbar oder werden vernachlässigt.

## Beispiel einer Anlagestrategie

Abschließend soll anhand eines einfachen Beispiels gezeigt werden, wie eine an diesen Prinzipien ausgerichtete Anlagestrategie aussehen kann.

Das einfachste Maß, das sich für alle drei Risiken eignet, ist: vorhanden oder nicht vorhanden, kurz: ja oder nein. Die Tabelle 1 zeigt beispielhaft einige Kapitalanlagen und die mit ihnen verbundenen Risiken. Im Falle der Sachwerte Aktie, Gold und Grundstück wird davon ausgegangen, dass das Kursrisiko direkt gegenüber dem Verbraucher-Warenkorb angesetzt wird und kein zwingender Umweg über den mit einem Kaufkraftisiko behafteten Euro genommen werden muss. Bei Anleihen wird andererseits angenommen, dass diese bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden und somit kein Kursrisiko besteht, und bei Bargeld und Gold wird angenommen, dass eine zuverlässige Versicherung gegen Diebstahl etc. besteht.

Kapitalanlage	Kursrisiko	Kaufkraftisiko	Ausfallrisiko
Bargeld	Nein	Ja	Nein
Spareinlage	Nein	Ja	Ja
Anleihe (fixverzinst)	Nein	Ja	Ja
Anleihe (verbraucherpreisindexiert)	Nein	Nein	Ja
Aktie	Ja	Nein	Ja
Gold (physisch)	Ja	Nein	Nein
Grundstück	Ja	Nein	Nein

Tabelle 1: Einige Kapitalanlagen und die mit ihnen verbundenen Risiken

Nach diesem Schema und mit dem ursprünglichen Gedanken der Risikostreuung lässt sich ein Portfolio mit ausgewogener Risikoverteilung aufbauen, ohne die Risiken zu quantifizieren. Wir handeln damit im Sinne einer zweitausend Jahre alten Anlagestrategie: "Stets teile ein Mensch sein Geld in drei Teile: ein Drittel in Grundbesitz, ein Drittel in Waren und ein Drittel in seiner Hand." [8]

Selbstverständlich haben wir heute mehr als drei Anlageklassen zur Verfügung und auch effizientere Anlageinstrumente als physische Waren. Im übertragenen Sinn bleibt die Strategie jedoch aufrecht. Anlageklassen, die mehr als eines der Hauptrisiken aufweisen, verwenden wir nicht. Innerhalb der einzelnen Anlageklassen sollen dann weitere Diversifikationen vorgenommen werden, und in dieser Detailbetrachtung hat dann fallweise der Einsatz der Portfoliooptimierung nach Markowitz doch wieder einen Nutzen. Insgesamt können wir in diesem Beispiel ein Portfolio aus Bargeld, verbraucherpreisindexierten Anleihen und zwei Sachwerten zusammenstellen, in dem jedes der drei Hauptrisiken nur ein Drittel des Vermögens treffen kann, und in dem jedes Risiko für sich optimiert werden kann. Lassen wir weitere Anlageziele wie Ertrag und Liquidität einfließen, wird sich je nach deren

Gewichtung das Ergebnis verändern. Es verbleibt also auch in dieser einfachen Strategie ein Bedarf nach einem individuellen Anlagekonzept.

*Martin Manninger*

Mödling, im Oktober 2014

Martin Manninger

Quellen:

[1] Harry M. Markowitz: PORTFOLIO SELECTION: Die Grundlagen der optimalen Portfolio-Auswahl, FinanzBuch Verlag, 2008, ISBN: 978-3-89879-118-2, S. 38

[2] James Tobin, Liquidity Preference as Behavior Toward Risk, The Review of Economic Studies, Feb. 1958, S. 66,  
<http://cowles.econ.yale.edu/P/cp/p01a/p0118.pdf>

[3] Wertpapieraufsichtsgesetz 2007, Anlage 3 zu § 40,  
<https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20005401>

[4] Prospektinhalt-Verordnung, § 4 Z 3 k,  
<https://www.ris.bka.gv.at/GeltendeFassung.wxe?Abfrage=Bundesnormen&Gesetzesnummer=20004206&FassungVom=2012-06-30>

[5] Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über das Kundeninformationsdokument (KID-V),  
[https://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA\\_2011\\_II\\_265/BGBLA\\_2011\\_II\\_265.html](https://www.ris.bka.gv.at/Dokumente/BgblAuth/BGBLA_2011_II_265/BGBLA_2011_II_265.html)

[6] Ekaterina Svetlova, Matthias Fiedler: Understanding Crisis: On the Meaning of Uncertainty and Probability, The Recession 2008: Competing explanations, Edward Elgar Publishing, Camberley/UK, 2011, S. 42-62

[7] Ekaterina Svetlova: Talking about the crisis: Performance of forecasting in financial markets, Culture and Organization, Volume 18, Issue 2, 2012, ISSN 1475-9551, S. 155-169

[8] Lazarus Goldschmidt: Deutsche Übersetzung des Babylonischen Talmud, 1929–1936, zitiert in <http://de.wikipedia.org/wiki/Risikodiversifizierung>